

‘Druiven der Gramschap’ en de ‘Hoorn des Overvloeds’. Overeenkomsten en verschillen tussen de crisis van de jaren 1930 en de kredietcrisis

Jeroen Touwen

‘The hour of crisis is the hour of history’, schreven onlangs Nützenadel en Torp.¹ En Eichengreen voegt daaraan toe: ‘This has been a good crisis for economic history’.² De kredietcrisis maakte economische geschiedenis opeens actueel in de media en de politiek. Opeens was er een urgente situatie waarin de lessen die waren getrokken uit eerdere recessies konden worden toegepast.

Dit artikel beoogt een vergelijking te maken tussen de crisis van de jaren dertig en de kredietcrisis van 2007-2011. Het ging in beide gevallen om een financiële crisis, waarbij de aandelenbeurzen instortten. Dit leidde tot een systeemcrisis, waarbij het bankensysteem in de problemen kwam. In beide gevallen ontstond er een recessie in de reële sfeer, omdat het bedrijfsleven te lijden had onder de financiële problemen. De overheid moest de markt te hulp schieten. Wanneer we deze probleemsituaties vergelijken, moeten we zowel naar oorzaken als naar beleidsreacties kijken. Oorzaken en beleidsreacties liggen in elkaars verlengde, want als door het gevoerde beleid de crisis dieper wordt, dan zal dat uiteindelijk als een medeoorzaak worden gezien van het feit dat de economie een periode van grote malaise doormaakt. Zo wordt de ernst van de crisis van de jaren dertig vaak geweten aan het verkeerde overheidsbeleid, zowel in Nederland (Colijns aanpassingspolitiek) als in de Verenigde Staten van Amerika (krappe geldpolitiek).

Wanneer begon de kredietcrisis? De actieve fase begon al op 7 augustus 2007, toen de Franse bank BNP Paribas zijn belangen in enkele grote *hedge funds*, een bepaald type investeringsfonds dat risico’s afdekt met verzekeringen, afstootte. Daarbij werd onverbloemd bekend gemaakt dat een groot geldbedrag totaal verdampt was. Ook het overheidsingrijpen bij de grote Amerikaanse hypotheekbanken Fannie Mae en Freddie Mac op 7

¹ A. Nützenadel en C. Torp, ‘In the wake of crisis: bringing economic history back in’, *European Review of History* 19.6 (2012) 847-854: 847.

² B. Eichengreen, ‘Economic History and Economic Policy’, *Journal of Economic History* 72.2 (2012) 289-307: 289.

september 2008 was een teken aan de wand.³ Europa keek verbaasd toe hoe de Amerikaanse overheid kordaat en vergaand ingreep in de zo bejubelde vrije markt. Maar toen op 15 september 2008 de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers failliet ging, drong het tot iedereen door dat er een echte crisis gaande was. Het bankroet van deze grote zakenbank vormde de climax van een proces van kapitaalvernietiging door slechte beleggingen. In oktober 2008 ging de op één na grootste bank van IJsland, Landsbanki, die onder de handelsnaam Icesave met hoge spaarrentes adverteerde, failliet. Terwijl iedereen dacht dat dit een veilige bank was, bleek Landsbanki te veel onbetrouwbare beleggingen te hebben gekocht.

De wortels van de kredietcrisis lagen in de jaren vóór 2007. De Amerikaanse huizenbubbel had gepiekt in 2006, waarna de huizenprijzen begonnen te dalen. Dit had gevolgen voor de *subprime*-hypotheken, een hypotheekvorm die uitging van waardeestijging van het onroerend goed. Voor een groeiende groep huizenbezitters werden de maandlasten onbetaalbaar, want zonder waardeestijging van het onderpand kon de maandbijdrage van deze hypotheeken niet laag gehouden worden.⁴ Steeds meer huizen werden gedwongen te koop aangeboden, hetgeen de vraagprijs weer verder deed dalen.

Waarom werd dit een sneeuwbal van financiële problemen? Dat kwam door een betrekkelijk nieuwe uitvinding, de samengestelde aandelenpakketten (*securities*), waar de genoemde hypotheeken deel van uitmaakten. Deze *asset-backed securities* (lees: aandelen gebaseerd op 'betrouwbare bezittingen') combineerden een hoog rendement met een laag risico, en werden al snel gezien als een betrouwbare belegging, mede dankzij het positieve oordeel van de kredietbeoordelaars zoals Standard & Poor en Moody's. Toen het 'betrouwbare' hypotheekaandeel in deze pakketten instortte, verloren ze in de handel razendsnel hun waarde, ondanks de goede rating van de kredietbeoordelaars. De aandelenpakketten werden plotseling *toxic assets*. Het afstoten van deze complexe financiële producten

³ Fannie Mae is de Federal National Mortgage Association (FNMA) en Freddie Mac is de Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC). Ze werden op 7 september 2008 onder curatele gesteld door de *Federal Housing Finance Agency*.

⁴ Een subprime-hypothek is bedoeld voor lagere inkomens. Een veel voorkomend type heeft de eerste jaren lage maandlasten. Op een later moment worden de maandlasten hoger, maar dan hoopt de huisbezitter de hypotheek over te sluiten naar een nieuwe hypotheek, die op basis van de inmiddels gestegen waarde van het huis een lagere rente vraagt.

escaleerde. Aangezien ze internationaal verhandeld waren, verspreidde de kredietcrisis zich op deze wijze snel. Banken en beleggers zagen hun vermogen verdampen en het interbancaire geldverkeer kwam stil te liggen. De kredietcrisis bestond kort gezegd uit een zeepbel van te hoog gewaardeerde aandelen en huizenprijzen, die leidde tot een systeemcrisis omdat overal ter wereld banken in onbetrouwbare aandelen hadden geïnvesteerd. Omdat banken hierdoor niet meer aan elkaar en aan bedrijven geld konden lenen, leidde dit tot een diepe recessie in de reële sfeer. Economische groei nam af, koopkracht verminderde, er werd minder geïnvesteerd. Hierdoor nam de werkgelegenheid af en het aantal faillissementen toe. Dit kon met recht een ‘Grote Recessie’ genoemd worden, zoals de directeur van het Centraal Planbureau Coen Teulings de crisis typeerde, verwijzend naar de ‘Grote Depressie’ van de jaren dertig.⁵ Indirect had de kredietcrisis ook grote invloed op het wankelende eurosysteem en stortte Europa in de Eurocrisis.

Economen zijn het erover eens dat de kredietcrisis de ergste economische crisis is sinds de Grote Depressie van de jaren dertig van de twintigste eeuw. Maar is dat niet slechts een retorische metafoor om de ernst van de situatie aan te geven? Of is er meer dan een oppervlakkige gelijkenis met de grootste crisis uit de moderne tijd? Er is nog een mogelijkheid: misschien leidden de overeenkomsten er juist toe dat we deze keer goede beslissingen namen op gebieden waar het destijds mis ging, waardoor het uiteindelijk toch niet zo’n ernstige crisis werd!

Ik behandel hieronder zes onderdelen en voor elk onderdeel vergelijk ik de jaren dertig met de jaren rond 2010. Het gaat om de volgende zes onderwerpen:

1. Een speculatieve bubbel als aanleiding;
2. Internationale onevenwichtigheden voorafgaand aan de crisis;
3. De malaise zelf;
4. Het bankensysteem;
5. Protectionisme; en
6. Het gevoerde wisselkoersbeleid.

Bij de beleidsmatige reacties op de economische problemen staan we stil bij de volgende belangrijke vragen: op welke wijze is het economisch beleid in

⁵ C. van Ewijk en C. Teulings, *De grote recessie. Het CPB over de kredietcrisis* (Amsterdam 2009) 7.

de huidige tijd beïnvloed door de crisis van de jaren dertig? En heeft de les van de jaren dertig goed uitgepakt? Is het de ‘generaals’ gelukt om ‘de vorige oorlog’ te winnen?

1. De speculatieve bubbel

In 1929 vormde de beurskrach het startsignaal voor een lange periode van ernstige economische problemen. De jaren twintig waren een rooskleurig decennium geweest van grote groei, stijgende aandelen en geringe werkeloosheid. Iedereen dacht dat de beurskoersen nog lange tijd zouden blijven stijgen, maar opeens stortte het kaartenhuis in. Op Zwarte Donderdag, 24 oktober 1929, trad de eerste grote koersdaling op en vijf dagen later op Zwarte Dinsdag, 29 oktober kelderden de koersen zelfs met 40 procent.⁶ Met name het speculeren met geleend geld, geld dat immers op een gegeven moment moest worden afbetaald, gaf grote problemen. Het betekende dat speculanten de dip niet konden uitzitten maar hun verlies moesten nemen, hetgeen de neerwaartse trend versterkte.⁷

De omvangrijke beursspeculatie die de beurskrach zo heftig maakte was niet de belangrijkste oorzaak van de crisis, maar bracht de economische problemen aan het licht. Onder andere omstandigheden had de beurscorrectie niet hoeven te leiden tot een crisis in de reële sfeer, en waren misschien wel veel kapitaalbezitters hun geld kwijtgeraakt, maar had de gewone man zijn baan kunnen houden.

De beurskrach van 1929 lijkt op de kredietcrisis van 2007/2008, die ook door een heftige beurscrisis op gang werd gebracht, na een periode dat de aandelen ongeëvenaarde hoogten aannamen en veel mensen ervan uitgingen dat beleggen op de beurs beter rendeerde dan een spaarrekening op de bank. De Amerikaanse aandelenindex Dow Jones passeerde in januari 2007 de 12.000 punten maar kelderde in oktober 2008 in vier dagen tijd met meer dan 18 procent (waarna overigens wel weer enig herstel volgde).

Een verschil is dat het hier niet ging om speculeren met geleend geld, maar beleggingen van banken en institutionele beleggers (zoals de pensioenfondsen) in slechte producten. Het betreft dus eerder verkeerde risico-inschatting dan irrationale hoogmoed. Sommigen wijten dit aan de ver

⁶ G. Smiley, *Rethinking the Great Depression. A new view of its causes and consequences* (Chicago 2002) 3-11.

⁷ J.K. Galbraith, *A short history of financial euphoria* (Londen en New York 1990) 83.

doorgevoerde deregulering, zodat er vandaag de dag een tendens ontstaat in de richting van re-regulering en meer toezicht.

2. Kenmerken van de wereldeconomie

De beurskrach van 1929 was het barsten van de zeepbel, maar deze ontploffing kon alleen tot een crisis leiden als de reële economie de klap niet kon opvangen. Andere beurscrises, zoals de ‘zwarte maandag’ op 19 oktober 1987, toen de Dow Jones onverwacht omlaag tuimelde, of het barsten van de internetzeepbel na 10 maart 2000 (toen piekte de NASDAQ op 5132,52) leidden slechts tot een lichte recessie.⁸

Aanvankelijk zochten historici de verklaring van de crisis van de jaren dertig in de onevenwichtigheden in de economie. De markt voor duurzame consumptiegoederen was verzadigd, er was te weinig concurrentie door industriële concentratie, de inkomensverdeling was te scheef, de huizenmarkt was ingestort. Ook zetten de herstelbetalingen die Duitsland volgens het Verdrag van Versailles moest betalen (en de oorlogsschulden van de andere landen) het internationale geldverkeer onder druk. De Amerikanen financierden via bankleningen de Europese geldbehoefte, en exporteerden de crisis toen zij, in reactie op de beurskrach, hun geld terugtrokken. Maar hoewel allerlei aspecten van de reële economie ongetwijfeld bijdroegen aan de problemen, lag de oorzaak van de ernst van de crisis toch eerder in de deflatie die in de Verenigde Staten en Europa optrad.⁹

Ook in 2007-2010 was de wereldeconomie onevenwichtig, maar nu op een andere manier. Nu was China de grote financier van het tekort van de Verenigde Staten. De Amerikaanse economie had dankzij de ‘war on terror’ en de militaire interventies in Irak en Afghanistan een groot overheidstekort, dat niet door het binnenlandse spaarkapitaal gefinancierd kon worden. Later zou dit tekort door de recessie en de bestedingsimpulsen nog oplopen tot circa 10 procent van het BBP in 2009. Omdat de

⁸ Website Nasdaq: <http://www.nasdaq.com/aspx/StatisticalMilestones.aspx>, geraadpleegd juni 2012.

⁹ R.E. Parker, ‘An overview of the Great Depression’ in: R. Whaples, ed., *EH-Net Encyclopedia*, <http://eh.net/encyclopedia/article/parker.depression>, geraadpleegd april 2013. Zie het hoofdstuk ‘Nonmonetary/Nonfinancial theories’. Ook: P. Temin, *Did monetary forces cause the Great Depression?* (New York 1976).

Amerikaanse import zoveel groter was dan de export, kwam het er in feite op neer dat de buitenlandse leveranciers de middelen aanleverden voor het begrotingstekort.

De combinatie van een groot tekort op de betalingsbalans en een groot overheidstekort wordt wel het *twin deficit* genoemd. Dit kan alleen bestaan door het feit dat de dollar een gewild internationaal betaalmiddel is (dit heet 'seigniorage', letterlijk het verschil tussen metaalwaarde en nominale waarde van een munt) en doordat exportlanden als China hun munt goedkoop willen houden. Dit deden ze het afgelopen decennium door dollartegoeden aan te houden en te investeren in de Verenigde Staten. Had China de met de export verdiende dollars omgezet in yuan, dan was op de valuta markt de vraag naar yuan gestegen en dus ook de wisselkoers, en dat zou de export duurder hebben gemaakt. Overigens is de yuan onder internationale druk in de periode 2009-2011 wel duurder geworden, hetgeen doet denken aan de soortgelijke pressie op Japan in 1985 ten tijde van de Plaza Akkoorden. Het tekort op de Amerikaanse betalingsbalans nam in deze periode enorm toe – het tekort op de lopende rekening bereikte een dieptepunt in augustus 2006 met 214 miljard dollar. Door de crisis nam het tekort daarna enigszins af.¹⁰

In Europa werd de kredietcrisis opgevolgd door de Eurocrisis. Deze kenmerkte zich door de problemen die landen met grote tekorten op de overheidsbegroting kregen om deze tekorten (hoger dan de in het Europact of Groei en Stabiliteitspact afgesproken 3 procent van het BBP) te financieren op de kapitaalmarkt. Beleggers hadden steeds minder vertrouwen in staatsobligaties van sommige zuidelijke eurolanden (Griekenland, Portugal, Spanje, Italië) en wilden deze staatsobligaties alleen kopen als er een erg hoge rente op werd betaald. Dit maakte de financiering van het tekort voor deze landen vrijwel onmogelijk. Gevolg was dat landen met een goede reputatie, zoals Nederland en Duitsland, hun tekort juist tegen een heel lage rente konden financieren. De problemen kwamen indirect voort uit de recessie, omdat de belastinginkomsten en economische groei hierdoor achterbleven, maar ze hadden een eigen dynamiek, die samenhang met de rol van de Europese Centrale Bank (ECB). Als de ECB bijvoorbeeld euro-obligaties had kunnen uitgeven, had de rente op lager niveau kunnen blijven, zoals ook in de Engeland en Amerika het geval was. In die landen hadden de beleggers meer vertrouwen in staatsobligaties ondanks de grote tekorten. Maar de verantwoordelijkheid voor de

¹⁰ Trading Economics, <http://www.tradingeconomics.com>, geraadpleegd april 2013.

overheidsfinanciën en de belastinginning in de eurozone ligt nog bij de lidstaten en niet bij de ECB, zodat individuele eurolanden worden afgerekend op hun reputatie, al hangt een en ander samen met het gebrek aan vertrouwen van beleggers in de gemeenschappelijke euro.

We zien hier dus wederom opvallende overeenkomsten met de jaren dertig: internationale onevenwichtigheden maken het mondiale systeem kwetsbaar, hoewel niet duidelijk is hoe ernstig hun rol precies is.

3. Macro-economische malaise

Het gevolg van de beurskrach in 1929 was een groot aantal bankfaillissementen en een groot tekort aan liquiditeit. Dat betekende dat er geen geld beschikbaar was in de economie. Bedrijven konden geen geld lenen voor hun bedrijfsvoering of investeringen. Voor normale economische activiteit is geld lenen voortdurend nodig: niet alleen voor een nieuwe fabriek of machine is geld nodig, maar ook bijvoorbeeld om voor een nieuwe order de benodigde materialen en grondstoffen aan te schaffen.

Als bedrijven niet kunnen lenen, leidt dat tot banenverlies doordat het bedrijf krimpt, of failliet gaat, of zijn uitbreidingsinvesteringen afblaast. De werkloosheid liep in de jaren dertig snel op. Hierdoor stortte de consumentenvraag in (er waren weinig sociale uitkeringen die als automatische stabilisatoren konden fungeren). De vraaguitval trok andere toeleveranciers met zich mee in de neerwaartse spiraal. Ook het gebrek aan consumentenvertrouwen vertraagde het economisch herstel: tijdens een periode van hoogconjunctuur steekt de consument zich nu eenmaal sneller in de schulden voor een nieuwe auto of een nieuw huis. In de meeste landen was de werkloosheid het meest omvangrijk in 1932 of 1933 (VS, Canada, Groot-Brittannië, Duitsland, Denemarken, Australië), maar in enkele landen duurde deze langer, met een dieptepunt in 1936 (zoals in Nederland en Frankrijk) (zie tabel 1).¹¹

¹¹ P. Clavin, *The Great Depression in Europe, 1929-1939* (New York 2000).

Tabel 1: Werkloosheidscijfers van verschillende landen, 1929-1938 (percentage van de beroepsbevolking).

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
<i>Zwaar getroffen:</i>										
Verenigde Staten	3,1	8,7	15,2	22,3	20,5	15,9	14,2	9,8	9,1	12,4
Australië	8,2	13,1	17,9	19,1	17,4	15	12,5	9,9	8,1	8,1
België	0,8	2,2	6,8	11,9	10,6	11,8	11,1	8,4	7,2	8,7
Canada	2,9	9,1	11,6	17,6	19,3	14,5	14,2	12,8	9,1	11,4
Denemarken	8	7	9	16	14,5	11	10	9,5	11	10,5
Duitsland	5,9	9,5	13,9	17,2	14,8	8,3	6,5	4,8	2,7	1,3
Oostenrijk	5,5	7	9,7	13,7	16,3	16,1	15,2	15,2	13,7	8,1
<i>Matig zwaar getroffen:</i>										
Groot-Brittannië	7,2	11,1	14,8	15,3	13,9	11,7	10,8	9,2	7,7	9,2
Nederland	1,7	2,3	4,3	8,3	9,7	9,8	11,2	11,9	10,5	9,9
<i>Minder problemen:</i>										
Zweden	2,4	3,3	4,8	6,8	7,3	6,4	6,2	5,3	5,1	5,1
Italië	1,7	2,5	4,3	5,8	5,9	5,6	5,4	5,2	5	4,6
Frankrijk	1,2	1,6	2,2	2,5	2,9	3,4	3,9	4,5	4,1	3,7

Bron: A. Maddison, *Dynamic forces in capitalist development* (Oxford 1991) 170-171.

In de periode 2006-2012 waren de werkloosheidscijfers minder hoog, hoewel Amerikaanse werkloosheid rond 2010 in de richting van tien procent ging, wat heel aanzienlijk is.¹² In de landen die door de Eurocrisis werden geraakt waren de effecten veel dramatischer: zo groeiden de werkloosheidscijfers in Spanje en Griekenland tot verontrustende hoogte (tabel 2). In de Noordwest-Europese landen en in de Verenigde Staten leidde de kredietcrisis niet tot zo'n sterke vraaguitval als de crisis van de jaren dertig, maar de effecten van de Eurocrisis op de landen met begrotingsproblemen waren wél van vergelijkbare dramatische omvang.¹³

¹² Internationaal Monetair Fonds, *World Economic Outlook Database*, April 2013 edition, www.imf.org, geraadpleegd april 2013.

¹³ Het begin van een systematische vergelijking van economische effecten wordt gemaakt in B. Eichengreen en K.H. O'Rourke, *A tale of two depressions*, <http://www.voxeu.org>, geraadpleegd december 2012.

Tabel 2: Werkeloosheid in Nederland, de Verenigde Staten, Spanje en Griekenland 2005-2012 (percentage van de beroepsbevolking).

	Nederland	VS	Spanje	Griekenland
2005	5,3	5,1	9,2	9,9
2006	4,4	4,6	8,5	8,9
2007	3,6	4,6	8,3	8,3
2008	3,1	5,8	11,3	7,7
2009	3,7	9,3	18,0	9,4
2010	4,5	9,6	20,1	12,5
2011	4,4	8,9	21,7	17,5
2012	5,3	8,1	25,0	24,2

Bron: Internationaal Monetair Fonds, Economic Outlook Database, April 2013 edition, geraadpleegd april 2013.

4. Het bankensysteem

Volgens Milton Friedman, de guru van het monetarisme die altijd hamerde op het belang van de geldhoeveelheid, lag de voornaamste oorzaak van de crisis van de jaren dertig in het falende bankbeleid.¹⁴ We zagen al dat in tijden van crisis banken elkaar geen geld meer lenen en ook bedrijven de kredieten die ze nodig hebben niet meer kunnen krijgen. Nu is ironisch genoeg de belangrijkste les van Milton Friedman dat het bewaken van de geldhoeveelheid (en dus het voorkomen van teveel inflatie) prioriteit moet hebben. Om die reden keurt hij Keynesiaans overheidsbeleid af. Maar bij een systeemcrisis, zo stelt Friedman, heeft de overheid (of de centrale bank) juist wél de verantwoordelijkheid om snel veel geld te verspreiden. Hij noemt dit ‘helicopter money’: geld dat als het ware uit een helikopter over de economie wordt uitgestrooid. De Federal Reserve (FED) in de Verenigde Staten liet in de jaren na 1929 na om dit te doen, terwijl veel banken failliet gingen, met als gevolg dat de geldhoeveelheid in de economie sterk inkromp. Dit was volgens Milton Friedman de hoofdoorzaak van het feit dat de beurskrach tot een ernstige economische crisis kon uitgroeien. Deze visie wordt betwist door onder andere Peter Temin, die stelt dat een

¹⁴ Zie hiervoor het standaardwerk M. Friedman en A.J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867 to 1960* (Princeton 1963).

complex van oorzaken kan worden aangewezen, waaronder het achterblijven van de consumptieve vraag, en dat de monetaire verklaring zeker niet de enige is.¹⁵

Dat het debat hierover nog niet helemaal opgelost is komt omdat de verschillende oorzaken elkaar versterken en het moeilijk is deze onderling te vergelijken of onomstotelijk vast te stellen welke het belangrijkste is. Een recent overzicht van de crisis van de jaren dertig maakt onderscheid tussen niet-monetaire/niet-financiële verklaringen, monetaire verklaringen en financiële niet-monetaire verklaringen. Tot de laatste groep behoort het werk van Ben Bernanke, president van de FED sinds 2006, die onder meer vaststelde dat als er geld in het systeem wordt gepompt, het door de banken wordt gebruikt om hun balans te versterken, en daardoor niet de bedrijven bereikt die het nodig hebben voor hun productie.¹⁶

De royale wijze waarop overheden in Verenigde Staten en Europa hun banken steunden tijdens de kredietcrisis laat duidelijk zien dat men vastbesloten was de fouten op monetair gebied uit de jaren dertig niet te herhalen. In oktober 2008 stelde de Nederlandse regering 20 miljard euro beschikbaar om financiële ondernemingen te helpen die in de problemen kwamen ondanks het feit dat ze verder gezond waren. Zo ontving ING een lening van 10 miljard euro, Aegon 3 miljard, en SNS 750 miljoen euro.¹⁷ Ook werd op 3 oktober 2008 het noodlijdende Fortis/ABNAMRO door de staat overgenomen, evenals op 1 februari 2013 SNS Reaal. Ook de Verenigde Staten heeft miljarden dollars in de economie gepompt. Dat ging nog door tot voorjaar 2013: toen werd de bankbiljettenpers pas echt aangezet en 85 miljard dollar per maand in de economie gepompt met als expliciet doel de werkeloosheid omlaag te krijgen. De voornaamste reden dat deze *quantitative easing* niet tot hyperinflatie leidt, is dat BRIC-landen (Brazilië, Rusland, India en China) een snelle expansie doormaken en dollars absorberen. Dat er, in tegenstelling tot de jaren dertig geen deflatie is

¹⁵ P. Temin, *Did monetary forces cause the Great Depression?* (New York 1976). Zie ook P. Temin, *Lessons from the Great Depression* (Cambridge Mass. 1989).

¹⁶ B. Bernanke, 'Bankruptcy, liquidity and recession', *American Economic Review Proceedings* 71 (1981) 155-159; B. Bernanke, 'Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression', *American Economic Review* 73.3 (1983) 257-276.

¹⁷ Rijksoverheid: Aanpak kredietcrisis, <http://www.rijksoverheid.nl/>, geraadpleegd op 25 april 2013.

opgetreden na de kredietcrisis, kan worden gezien als een belangrijk succes van het ingrijpen van overheden en centrale banken.

5. Protectionisme

De crisis van de jaren dertig maakte een einde aan een zeer liberale periode waarin laissez faire voorop stond en de overheid voornamelijk een rol was toebedacht als bewaker van veiligheid, vuurtorens en verkeer: de ‘nachtwakerstaat’. De *Liberal Era* was in een aantal opzichten weliswaar met het uitbreken van de Eerste Wereldoorlog in 1914 ten einde gekomen, in de periode na 1918 werden een aantal reguleringen en restricties weer afgeschaft en hoopte men dat de markt wederom zijn werk zou doen. Met name in de Verenigde Staten leken in de *roaring twenties* de bomen tot in de hemel te groeien. In Europa was de Duitse hyperinflatie een probleem en leden sommige landen onder een te dure munt, maar ook hier waren de jaren twintig verder economisch veelbelovend. Van Zanden en Griffiths spreken zelfs van de ‘Gouden Jaren’ 1923-1929 waarin de uitvoer gemiddeld met 6,8 procent per jaar toenam.¹⁸

De overwegende reactie in de jaren dertig op de crisis was echter een protectionistische reflex. Landen probeerden via invoerheffingen hun eigen industrie te beschermen tegen de import van andere landen, zodat de eigen werkgelegenheid gesteund werd. Omdat die andere landen echter hetzelfde deden, verminderden ook de exportmogelijkheden van de eerste landen, hetgeen hun industrie belemmerde. Eén van de redenen dat de depressie van de jaren dertig zo hardnekkig was, was de totale ineenstorting van de wereldhandel.¹⁹ De gefragmenteerde wereld die ontstond had drie grote rivaliserende blokken: het sterling-gebied rond het Verenigd Koninkrijk, het Goudblok met Frankrijk, België, Zwitserland en Nederland als belangrijkste leden, en het door de Nazi’s gedomineerde gebied.²⁰

¹⁸ J.L. van Zanden en R.T. Griffiths, *Economische geschiedenis van Nederland in de 20^e eeuw. Van een veelzijdige volkshuishouding met een omvangrijk koloniaal bezit naar een klein land binnen Europa* (Utrecht 1989) 115.

¹⁹ H. James, *The end of globalization, Lessons from the great depression* (Cambridge en London 2001); C.P. Kindleberger, *The World in depression 1929-1939* (Harmondsworth 1987).

²⁰ C.H. Feinstein, P. Temin en G. Toniolo, *The European economy between the wars* (Oxford 1997) 146-165.

In de jaren rond 2010 zien we een heel andere situatie, namelijk één vrijhandel die is vastgelegd in internationale verdragen. Het belang van internationale handel, dat is terug te voeren op het idee van de *positive sum game* dat reeds in 1817 door David Ricardo werd uitgelegd, zit blijkbaar stevig verankerd in de hoofden van politici en beleidsmakers. De formele instituties worden bewaakt door een van de meest geavanceerde *global regimes*, namelijk de Wereldhandelsorganisatie, maar deze zijn heel geleidelijk gegroeid sinds de oprichting van haar voorganger de General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) in 1948. We zien dan ook dat het wereldhandelsvolume sinds de kredietcrisis slechts in zeer geringe mate is ingezakt.

De continuïteit van de wereldhandel is ook om andere redenen gunstig voor de wereldeconomie: de opkomst van nieuwe belangrijke spelers, zoals de BRIC-landen, kan op deze wijze een gunstig effect hebben op het wereldwijde herstel.

6. Wisselkoersbeleid

In de jaren dertig was het wisselkoersstelsel in de meeste landen gebaseerd op de Gouden Standaard. Hierbij werd de valuta gedekt door een achterliggende hoeveelheid goud. Omdat goud internationaal inwisselbaar is, was dit een stelsel van vaste wisselkoersen. Het vasthouden aan deze vaste koersen beperkte de beleidsruimte en belemmerde economisch herstel. De landen die in een vroeg stadium devalueerden en de koers van hun munt losmaakten van het goud (zoals Groot Brittannië in 1931 en de Verenigde Staten in 1933) konden zowel via monetaire prikkels als via het exportvoordeel hun economie stimuleren. Er zijn twee beperkingen in het spel. Ten eerste kan een land geen expansieve economische politiek voeren, want dat leidt tot inflatie, wat betekent dat de binnenlandse prijzen omhoog gaan en de export afneemt. De negatieve betalingsbalans leidt tot afname van de vraag naar de munt. Om een vaste wisselkoers te handhaven, moet de overheid zijn expansionistische beleid dan weer terugdraaien. Ten tweede, en dit is een veel bekender gegeven, beperkt de Gouden Standaard de mogelijkheden om de wisselkoers te laten dalen om daarmee de export aan te jagen.²¹

²¹ Het standaardwerk hierover is B. Eichengreen, *Golden fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939* (New York 1992). Over Nederland zie: J.L. van

Dit laatste argument wordt natuurlijk vaak gebruikt als het gaat om de nadelige effecten van de euro op het economisch herstel in landen als Griekenland en Portugal. Inderdaad heeft IJsland, dat niet de euro als munt heeft, na de bankcrisis van 2008 zijn munt kunnen devalueren, wat goed was voor export (maar slecht voor de import: de levensstandaard van de bevolking daalde flink). Op langere termijn is een dergelijk beleid niet gunstig voor het investeringsklimaat, maar op korte termijn kan het inderdaad de economie weer op gang brengen. Maar landen als Spanje en Griekenland zouden sneller economisch herstel op gang kunnen brengen als ze hun export goedkoper konden maken door een voordeliger wisselkoers in te voeren. Hiermee hangt ook samen de strenge orthodoxie om te streven naar beperkte begrotingstekorten, die in de jaren dertig werd ingegeven door het toenmalig economisch denken, en in het huidige tijdsbestek binnen de eurozone vanwege de afspraken in het Europact om de inflatie van de euro te voorkomen.

Om reden van internationale betrouwbaarheid bleven in de jaren dertig de landen van het Goudblok dan ook geloven in de Gouden Standaard. De landen die de Gouden Standaard verlieten, toonden duidelijk een sneller herstel, terwijl landen als Frankrijk, Zwitserland en Nederland langer met hoge werkloosheid en lage groei bleven worstelen. Deze landen bleven geloven in de stabiliteit van het wisselkoersstelsel, omdat de reputatie van een stabiele munt op langere termijn tot voordeel zou leiden. Ze gaven in 1936 de Gouden Standaard op, maar leden tot dat jaar onder de hoge exportprijzen die het gevolg waren van een dure munt. Recent onderzoek laat zien dat deze landen ter bescherming hogere tariefmuren invoerden dan de landen die de Gouden Standaard verlieten.²²

In navolging van Eichengreen ziet Van Zanden de voornaamste oorzaak van ernst van de crisis van de jaren dertig in de Gouden Standaard. Niet alleen hechtte Nederland veel waarde aan zijn internationale betrouwbaarheid, buitenlandse beleggers vinden een devaluatie natuurlijk niet leuk omdat daarmee hun beleggingen in één keer minder waard worden.

Zanden, *De dans om de gouden standaard. Economisch beleid in de depressie van de jaren dertig*. Inaugurele rede VU (Amsterdam 1988). Deze analyse is ook opgenomen in: J.L. van Zanden, *Een klein land in de 20^e eeuw. Economische geschiedenis van Nederland 1914-1995* (Utrecht 1997) 151.

²² B. Eichengreen en D.A. Irwin, 'The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?', *Journal of Economic History* 70.4 (2010) 871-897: 871.

Ook kon Nederland het zich permitteren om de gouddekking lang vol te houden om dat het zulke ruime goudvoorraden had – het was voor economie en werkgelegenheid in een bepaald opzicht dus beter geweest, als Nederland armer was geweest.²³

Hoewel we voor de Zuid-Europese landen wel enige overeenkomst zien tussen de Gouden Standaard en de Europese Monetaire Unie, is er voor het wereldwijde herstel na de kredietcrisis een heel andere conclusie te trekken. Amerika, Japan, de Europese Unie, en China en de andere opkomende markten hebben onderling zwevende wisselkoersen. De vergelijking met Gouden Standaard pakt op wereldschaal heel anders uit: er zijn nu geen knellende gouden banden die tot protectie en deflatoire politiek leiden. Het verdere herstel van de wereldeconomie zou heel goed van de internationale handel kunnen komen.

Overeenkomstige diagnose maar heel andere behandeling

De enorme impact van de crisis van de jaren dertig op het leven van de gewone man komt tot uiting in de titel van het beroemde boek van John Steinbeck, *De druiven der gramschap* (1939), een sociaal bewogen roman waarin een werkloze Amerikaanse familie naar het westen trekt in de hoop daar werk te vinden. Met hen vergeleken leven wij nu in een zeer welvarende tijd, waarin de overheid de moeilijkheden bestrijdt door het geld als uit een ‘Hoorn des Overvloeds’ de samenleving in te laten stromen. Na enige tijd moet er uiteraard bezuinigd worden, en de discussie gaat eerder over het moment waarop, en de mate waarin de overheid de teugels weer moet gaan aanhalen, dan of dit in principe wel de juiste weg is.

De overeenkomsten op het gebied van beurskrach en systeemcrisis maken de vergelijking nuttig en inzichtelijk. Maar in feite zijn de verschillen tussen de crisis van de jaren dertig en de Grote Recessie van 2007-2011 groter dan de overeenkomsten. De verschillen zijn voornamelijk aan te wijzen in de internationale context. Ten eerste zien we de invloed van mondiale bestuursorganen, met name de instituties die vrijhandel bewaken, zoals de Wereldhandelsorganisatie WTO. De WTO bestaat uit een krachtig en permanent verdrag tussen 159 landen en heeft als belangrijk onderdeel de *Dispute Settlement Understanding*, een orgaan dat sancties oplegt wanneer landen ongeoorloofde invoerbeperingen introduceren. Ook de

²³ Van Zanden, *Een klein land in de 20^e eeuw*, 148.

internationale beleidscoördinatie is veel beter georganiseerd, of het nu gaat om het Basel III Akkoord waarin banken afspraken maken over hun reserves, of de G20, waarin de rijke landen hun economisch beleid afstemmen. Dit hangt sterk samen met de globalisering: omdat veel economische activiteit zich niet meer afspeelt binnen de landsgrenzen maar in internationale netwerken van fabrikanten en toeleveranciers is georganiseerd, zijn met name grote multinationals niet erg gebaat bij een protectionistische of nationalistische reflex.

Een tweede, minstens zo belangrijk verschil wordt gevormd door de monetaire inzichten die gedeeltelijk uit de crisis van de jaren dertig zijn voortgekomen. De monetaire economie, die het functioneren van het geld analyseert en beoogt de geldhoeveelheid in pas te laten lopen met de transactiebehoefte van de economie, kijkt nu op een heel andere manier naar de crisis dan toen. Was het overheersende inzicht toen nog dat banken die onverantwoorde stappen hadden genomen, failliet moesten gaan zodat ze werden gestraft voor hun roekeloosheid, nu realiseert men zich dat als het bancaire systeem niet functioneert, de reële economie van productie en handel daardoor ontoelaatbaar wordt afgeremd. De monetaire theorie die stelt dat geldverruiming leidt tot inflatie, en dat daarom zowel het monetaire beleid als het fiscale beleid niet te expansief mag zijn, maakt uitdrukkelijk een uitzondering bij een systeemcrisis: in dat geval moet er, zoals Milton Friedman het stelde, als het ware vanuit een helikopter geld over de economie worden uitgestort. Anders komen alle transacties zoals bestellingen en investeringen in gevaar en loopt de machine vast. Vanuit dit inzicht hebben zowel de Amerikaanse als de Europese regeringen grote hoeveelheden geld in de economie gepompt.

In de periode tussen ongeveer 1990 en 2007 was er een enorme deregulering in de financiële sector. Dit hangt nauw samen met de neoliberale beleidsvisie die dominant was in de jaren tachtig en negentig, waarbij de financiële markten werden gezien als groeimotor voor de westerse economieën. De enorme toename in het beleggingskapitaal wordt wel kapitaalmarktinflatie genoemd. Ook spreekt men wel over de ‘financiële storm’ om aan te geven dat in de geliberaliseerde internationale geldmarkten grote hoeveelheden flitskapitaal gebruikmakend van de ICT over de wereld bewogen. Op grotere schaal dan voorheen werd geld een middel om meer geld te verdienen. Het failliet van deze ongebreidelde expansie leidde tot een kapitaalinfuus met belastinggeld en bijgedrukt geld, dat als *helicopter money* het systeem moest redden. Het zogenaamde morele risico (*moral hazard*) is

aanzienlijk: grote banken weten dat ze onmisbaar zijn en toch wel worden gered. Het probleem van onverantwoord opererende banken is vooralsnog nog niet opgelost, ondanks enige re-regulering. We kunnen wel vaststellen dat de geldmarkten voor de moderne, technologisch-geavanceerde en geglobaliseerde wereldeconomie intussen onmisbaar zijn geworden.

De beleidsreacties, voornamelijk de geldverruiming, verklaren waarom de kredietcrisis wel tot een recessie heeft geleid, maar de rijen bij het arbeidsbureau niet zo lang zijn als in de jaren dertig. De huidige crisis is er een van angst en onzekerheid meer dan van daadwerkelijke armoede. Men zou zelfs kunnen stellen dat de toenemende werkeloosheid in de Verenigde Staten en Europa voor een groot deel te wijten zijn aan de toenemende outsourcing van arbeidsintensieve laagwaardige en hoogwaardige productie naar India en China, waarbij het lidmaatschap van die laatste van de WTO het onmogelijk maakt om westerse banen te redden via importheffingen.

Van een heel andere orde, maar zeer relevant voor het crisisherstel, is dynamiek van de internationale economie. De uiteindelijke uitweg uit de crisis van de jaren dertig was niet het gevolg van Keynesiaanse vraagondersteuning (de New Deal en, nog effectiever, de enorme overheidsgeleide vraagtoename ten gevolge van de Tweede Wereldoorlog), maar werd in feite op gang gebracht door de formidabele productiviteitsverhoging die in de Verenigde Staten plaatsvond. Recent economisch historisch onderzoek heeft in kaart gebracht hoe groot de voorsprong was die de Verenigde Staten opbouwden tijdens het interbellum en de Tweede Wereldoorlog. De succesvolle West-Europese economische groei in de jaren vijftig en zestig was voor een groot deel een inhaalgroei, waarbij de technologische voorsprong van de Amerikanen geleidelijk werd ingehaald.²⁴ Dit gaf decennialang een enorme impuls aan de groei van de wereldeconomie.

De huidige situatie wordt gekenmerkt door een heel andere, maar ook wel weer vergelijkbare dynamiek: de onstuimige groei in de BRIC-landen, een lijstje dat soms wordt aangevuld met Indonesië en Zuid-Afrika, kan worden gezien als een formidabele wereldwijde inhaalgroei. Het is geen onredelijke verwachting dat deze landen hiermee de wereldwijde economische groei zullen aanjagen. Het is dan natuurlijk nog niet gezegd dat West-Europa en de Verenigde Staten van deze dynamiek zullen weten te

²⁴ A.J. Field, 'Technological change and U.S. productivity growth in the interwar years', *Journal of Economic History* 66.1 (2006) 203-236.

profiteren, en ook weten we niet in welke mate technologische ontwikkeling in deze landen de productiviteit verder kan opstuwen. Dat ligt allemaal nog verborgen in de toekomst. Maar de recente geschiedenis laat zien dat een aantal parameters, namelijk vrijhandel, economische integratie, internationale beleidscoördinatie en monetair beleid, op een heel andere manier zijn ingevuld dan destijds in de jaren dertig van de twintigste eeuw.